

# مؤشرات قياس العمق المالي / دراسة تحليلية في عينة من الدول

المختارة للمدة ١٩٨٠ - ٢٠٠٨

ا. م. د. صبحي حسون السعدي  
الجامعة المستنصرية- كلية الادارة والاقتصاد

## ملخص

يتناول هذا البحث أهم المؤشرات المستخدمة لقياس ظاهرة العمق المالي، بما يتجاوز المؤشرات التقليدية، التي تدعى بالمؤشرات الكمية، التي ظهر إنها قاصرة عن إظهار الحقائق بدقة، بل إنها قد تأتي بنتائج مغايرة للواقع، برغم الاعتماد عليها في الدراسات الاقتصادية القياسية المنجزة في هذا المضمار. ولذلك، فقد سعى هذا البحث إلى طرح مؤشرات بديلة، تتمثل في المؤشرات الهيكلية، والأسعار المالية، ومدى توفر الأدوات المالية، وكلف المعاملات المبرمة، من أجل قياس ظاهرة العمق المالي. وبعد استخدام وتحليل البيانات المحصلة عن دول عينة البحث، التي تضمنت اليابان والصين والعراق، والتي تم اختيارها بعناية لإظهار دول متباينة في مستوى العمق المالي، بغرض إعطاء نتائج تحليلية متنوعة تشرح كل الواقع السائد، للمدة الزمنية ١٩٨٠-٢٠٠٨، كمتوسطات، وجد بان هذه المقاييس البديلة هي أفضل أو أقرب إلى إبراز الحقيقة، حيث تبين إن اليابان تتربع على قمة دول عينة البحث المختارة من حيث العمق المالي السائد، تليها الصين فالعراق في النهاية. وهذا الاستنتاج الأساسي للبحث يتفق مع فرضية البحث، التي أكدت على أهمية المقاييس البديلة في إبراز ظاهرة العمق المالي بشكل أكثر دقة وواقعية.

## Summary

This research deals with the most important indicators used to measure the phenomenon of financial depth, beyond the traditional indicators, which are called quantitative indicators, which is shown to be inadequate to show the facts accurately, but it may come in the results of a counterfactual, although reliable in econometric studies done in this regard.

Therefore, this research has sought to put forward alternative indicators, is the structural indicators, and financial prices, and availability of financial instruments, and cost of transactions concluded, in order to measure the phenomenon of financial depth.

After using and analyzing data collected from countries the research sample, which included Japan, China and Iraq, which have been carefully selected to show the countries varied in the level of financial depth, in order to give the results of analytical variety explain all of reality, the time period 1980-2008, as averages, it was found that these standards alternative is better or closer to highlight the fact, it was found that Japan sits on the summit of the sample selected in terms of depth financial situation, followed by China with Iraq at the end.

This basic finding of the research consistent with the hypothesis, which confirmed the importance of alternative measures to highlight the phenomenon of financial depth are more accurate and realistic.



## المقدمة

عند استطلاع التاريخ لمعرفة مدى الاهتمام بالقطاع المالي، نلاحظ ان الاقتصاديين الكلاسيك قد شددوا على نقص الموارد الحقيقية، كالارض ورأس المال، واعتبروها بمثابة قيود على النمو الاقتصادي، ولم يهتموا بدور الاسواق المالية بهذا الصدد. بينما اكد شومبيتر Schumpeter على اهمية الخدمات المالية الوسيطة بالنسبة الى الابتكار والنمو الاقتصادي.

وتجاهل اقتصاديو التنمية النظام المالي، وربطوا بين الاداء الضعيف للنمو الاقتصادي ونقص الموارد، وخصوصا الصرف الاجنبي والمدخرات المحلية.

ومع مرور الوقت، ظهرت ابحاث تؤكد على اهمية وجود نظام مالي كفوء بالنسبة للتنمية الاقتصادية. ولخصت هذه الابحاث القيود التي يولدها القطاع المالي غير الكفوء على التنمية الاقتصادية، وكذلك المنافع المترجمة من التحرر المالي (ازالة تلك القيود) في الاقتصادات النامية. وهذا لا يعني ان المشاكل السائدة في الاقتصاد النامي تقتصر على القطاع المالي، وانما تشمل جميع النواحي الاخرى للاقتصاد. الا ان تحرر القطاع المالي يعد جزء من مجموعة اوسع من الاصلاحات الاقتصادية التي يمكن القيام بها.

ان الاسعار السائدة في اي دولة نامية تختلف مابين الاسواق، او اجزاء السوق الواحدة في نفس الدولة. وهذه الاسعار لا تحقق توازن تدفق الموارد، او انها قد تمنع او تعيق ذلك. ولذلك، تتدخل الحكومة، كمحاولة لتحقيق مساواة تلك الاسعار في اسواقها، عن طريق التحكم بمعدل الفائدة، او فرض متطلبات احتياطي مصرفية مرتفعة، او اصدار توجيهات صارمة بشأن تخصيص الائتمان.

وهكذا، عرضت هذه التحليلات (الابحاث اعلاه) تصورات هامة عن دور القطاع المالي في الاقتصادات النامية، وهذه التصورات تستند الى الطبيعة المتجزئة (غير الموحدة) لهذه الاقتصادات. وتعد هذه التصورات تطورا هاما بالمقارنة مع تصورات النماذج النيوكلاسيكية التقليدية المبنية على افتراضات وجود معلومات متماثلة مابين الاسواق، وعدم وجود كلف لابرر المعاملات.

وتتطور القطاعات المالية عندما تنجح في تندية حالات عدم تماثل المعلومات وكلف المعلومات، الا ان الاقتصادات النامية لم تحرز نجاحا باهرا بهذا الخصوص، بسبب تجزئتها، واداءها الضعيف، وعدم كفاية البنى الارتكازية، والتحكم بالمتغيرات الاقتصادية الكلية.

ويمكن قياس العمق المالي لاي نظام مالي في اي دولة باي وقت بالاعتماد على مقاييس تقليدية تستند الى المجملات او المجاميع النقدية والائتمانية. الا ان هذه المقاييس يشوبها عدم الدقة، لانها تظهر بان الصين، مثلا، لها عمق مالي يناظر اليابان، مثلا، فقط لان نسبة عرض النقد بالمعنى الواسع (M2) الى الناتج المحلي الاجمالي (GDP) في الصين متماثلة تقريبا مع نفس النسبة السائدة في اليابان.

وهذا لا يعني ان النظام المالي السائد في الصين يتمتع بذات تطور نظيره الياباني. ولذلك، لا بد من وجود مقاييس بديلة لتحسين تقييم مستويات العمق او التطور المالي في مختلف الدول باي وقت. ومن هنا جاءت المشكلة التي يحاول البحث طرحها.

ويهدف هذا البحث الى ابراز مجموعة من المؤشرات او المقاييس لقياس العمق المالي في دول عينة البحث، تتجاوز تلك المؤشرات التقليدية المعايير او القاصرة المذكورة اعلاه. ويسعى هذا العمق المالي الى توحيد الاسواق المالية المجزأة، كما ذكرنا، ومن ثم يستخدم هذه المؤشرات، والتي تتعقب العمق المالي للانظمة المالية المختلفة، لتحقيق هذا الغرض.



ويعرض هذا البحث فرضية تتمثل في قصور المقاييس التقليدية، المتمثلة بالمقاييس النقدية والائتمانية، في اظهار العمق المالي الحقيقي او الدقيق، حيث ان الركون الى هذه المقاييس فحسب، يولد نتائج تجافي الواقع، بينما يفضي توسيع او استبدال هذه المؤشرات او المقاييس الى اعطاء نتائج اكثر دقة وواقعية.

وجرى تقسيم هذا البحث الى عدة اجزاء، يتناول الاول منها اعطاء مفهوم للعمق المالي، والمقصود بالتعميق المالي الساند في الانظمة المالية المتطورة، ومن ثم يقدم الجزء الثاني مجموعة المقاييس او المؤشرات لقياس العمق المالي، ومن ثم يعرض الجزء الثالث بعض الملاحظات الاستنتاجية.

ويستخدم البحث بيانات عن مجموعة دول العينة، وهي اليابان والصين والعراق، كبعد مكاني، للمدة ١٩٨٠ - ٢٠٠٨، كبعد زمني. وقد تم اختيار هذه الدول لكي تمثل دول متباينة من حيث التطور المالي من المستوى المتطور مرورا بالمستوى المتوسط وصولا او انتهاءا بالمستوى المنخفض.

### ١- مفهوم العمق المالي

ان حجم او نشاط القطاع المالي، او ما يدعى بالعمق المالي *Financial Depth*، يمكن تعريفه، بشكل اولي او تقليدي، على انه مجموع ودائع المصارف التجارية الى الناتج المحلي الاجمالي. ومن هنا جاء مصطلح *التعميق المالي Financial deepening*، أي توسيع حجم او نشاط ذلك القطاع. ومثل هذا التعريف لتطور المؤسسات المالية الوسيطة منسجم مع التصور التقليدي القائل بان القطاع المالي يمكن ان يسهم بالنشاط الاقتصادي عن طريق تعبئة المدخرات وتحويلها الى استثمار منتج. الا ان هذا التصور يفترض ضمنا وجود مؤسسات مالية وسيطة متطورة بشكل معقول.

كما يعني العمق المالي، خصوصا في الاقتصادات النامية، تخفيف تجزئة الاسواق المالية، بحيث انها تتمكن تدريجيا من تحديد اسعار اكثر دقة وتناسقا، وتعكس ندرة الموارد. ويرى Mckinnon<sup>١</sup> و Show<sup>٢</sup> بان ايجاد معدلات فائدة حقيقية موجبة تعد الخطوة الاولى في هذا الاتجاه، لان هذه المعدلات تحفز الادخار المالي، مما يؤدي الى زيادة تنفيد الاقتصاد واتساع الوساطة المالية.

ففي الاقتصادات النامية، تختلف العوائد، التي تسود في الاسواق، على نحو واسع بسبب تجزئة الاسواق، وتحقيق كثير من المشاريع عوائد سالبة بالمعنى الحقيقي. وظالما ان التحرر قد يؤدي الى وجود معدلات فائدة حقيقية موجبة، فان المشاريع التي تحقق عوائد حقيقية موجبة هي التي تبقى في السوق.

الا ان هذه العوائد الحقيقية لاتزال متباينة كثيرا في الدول النامية، كل منها على حدة، بسبب عدم تماثل او تناسق المعلومات الساندة مابين الاسواق، والكلف المرتفعة لابرار المعاملات، وهي علامات على ضعف الهياكل الارتكازية او البنى التحتية المادية والفنية والضريبية والتنظيمية الساندة.

وينخفض مدى اختلاف هذه الاسعار او العوائد عندما يتطور (يتعمق) النظام المالي. وان ظهور آليات معينة (مثل قوانين كفاءة لتنظيم عمل الشركات والاسواق والاوراق المالية، من اجل ازالة حالة عدم تماثل المعلومات، وخلق مؤسسات جديدة ( مثل وكالات تقييم الائتمان ) من اجل توليد معلومات ذات جودة فائقة، واستخدام التكنولوجيا المتطورة لتحسين معالجة ونشر المعلومات (بما في ذلك الاسعار)، وتنظيم السوق في القطاع المالي سوية مع تخفيف القيود التنظيمية، كل ذلك يمكن ان يعمل على تسهيل تطور اكبر للقطاع المالي عبر الزمن (زيادة عمقه).

وعندما تتطور عملية التنمية، تنشأ الحاجة لاسواق تتداول فيها ادوات مالية معقدة، مثل المشتقات، والتي تتطلب قاعدة هياكل ارتكازية متطورة ومعقدة.

وعلى الرغم من ان المصارف تعد جوهر النظام المالي، الا انه بمرور الزمن تزداد الاهمية النسبية للاسواق المالية، والتي قد تتداول فيها ادوات، مثل السندات والاسهم والحوالات التجارية وغيرها.

الا ان تنظيم القطاع المالي يشكل جزء من مجموعة اوسع من الاصلاحات الاقتصادية في الدول النامية، كما ذكرنا، وازالة الرقابة المركزية على الاسعار وتوزيع الموارد وتدفعات التجارة، وتحرير معدلات الفائدة الاسمية واسعار الصرف يمكن ان يخفف حالات تعرض المؤسسات والشركات المالية للمخاطر الاقتصادية والمالية، مما يولد طرق كفاءة لادارة المخاطر، والتي تشمل مخاطر السيولة والاسعار.

الانظمة المالية المتقدمة فقط لديها الهياكل الارتكازية الكفيلة بتزويد المؤسسات بتلك الطرق. كما تخفض طرق ادارة المخاطر هذه ايضا تباين الاسعار مابين الاسواق، عن طريق ربط هذه الاسواق معا عبر الزمان والمكان.<sup>٣</sup>

<sup>١</sup> McKinnon, R, Money and Capital in Economic Development (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1973, P.67.

<sup>٢</sup> Shaw, E., Financial Deepening in Economic Development (New York: Oxford University Press, 1973, P34.

<sup>٣</sup> مثلا، يمكن ان تضمن المراجعة Arbitrage في اسواق الصرف الاجنبي الاجلة حصول تناسق بين معدلات الفائدة في الاسواق النقدية المحلية والاجنبية، عند الاخذ بنظر الاعتبار سعر الصرف الفوري. وبشكل مماثل، ترتبط المستقبليات المالية بين معدلات الفائدة عبر منحنى العائد.



اما المفهوم المضاد للعمق المالي، فهو الضحالة المالية *financial shallowness* ، وهي مشكلة تعاني منها الدول النامية، حيث يلاحظ انه على الرغم من ان معدلات الفائدة الحقيقية السالبة قد ترفع الطلب الكلي (لقلة الحافز للادخار)، الا ان عدم القدرة على تحفيز الادخار، ومن ثم الاستثمار الخاص، تولد قيود على استدامة ذلك الطلب. وهنا تعمل ضحالة الانظمة او الاسواق المالية (لقلة الادخار) على تخفيض النمو الاقتصادي في نهاية المطاف، وتولد الحلقة المفرغة الاتية : تضخم مرتفع ← ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية ← ارتفاع كلفة تمويل الديون ← التقييد ← ارتفاع التضخم، وهكذا تعود الحلقة من جديد.

ولكسر هذه الحلقة، لابد من التغلب على ضحالة الاسواق المالية. ولكن طالما ان هناك علاقة قوية مثبتة بين معدلات الفائدة الحقيقية والادخار الخاص، فان هذا الادخار (المراد تشجيعه لردم الضحالة المالية) يترتب عليه كلفة باهظة (الفائدة)، خصوصا عند الاخذ بالحسبان العبء الثقيل لخدمة الدين العام. كما ان معدلات الفائدة المرتفعة تعقد أي برنامج محتمل لكبح التضخم (كسر الحلقة اعلاه)، طالما ان عبء الفائدة الحقيقية يرتفع عندما يتخفّض التضخم.

وهكذا، فان الضحالة النسبية للانظمة المالية في الدول النامية تشير الى ان ثقة المستثمرين بان الموجودات المالية ستعطي معدل عائد موجب ومستقر عبر مدة زمنية مطولة تبقى ضعيفة. وتنعكس مخاوف المستثمرين هذه بدرجة مرتفعة من تقلب نسبة الودائع الى الناتج المحلي الاجمالي، كما سنرى.

والمفهوم المناظر، او المقابل، للعمق المالي هو العمق النقدي *Monetary depth* يستخدم هذا المصطلح لقياس الكفاءة المحتملة للسياسة النقدية، ويقاس هذا العمق بقسمة عرض النقد بالمعنى الاوسع (M3)، او الواسع (M2)، على الناتج المحلي الاجمالي (GDP). ويفترض هذا المدخل وجود ارتباط طردي بين العمق النقدي وكفاءة السياسة النقدية. كما ان كفاءة السياسة النقدية هي مرتبطة، الى حد ما، مع العمق النقدي. بينما يكون الارتباط عكسي بين الدولار *dollarization* واليولرة *euroization* غير الرسمية والعمق النقدي، على اساس بيانات الدول المختلفة، واوحت كثير من الدراسات التطبيقية<sup>٤</sup> بوجود علاقة او ارتباط طردي بين الناتج المحلي الاجمالي لكل نسمة والعمق النقدي.

## ٢- قياس العمق المالي

يتناول هذا الجزء من البحث مجموعة من المؤشرات المستخدمة لتقدير عمق القطاع المالي، أي مدى التقدم المحرز بشأن توحيد الاسواق المالية المجزئة لمجموعة مختارة من الدول. وهناك خمسة مؤشرات للعمق المالي، وهي: المقاييس الكمية التقليدية والمقاييس الهيكلية والاسعار المالية ومجموعة الادوات المالية المتوفرة وكلف المعاملات. وسنبحث هذه المؤشرات تباعا.

### (١) المقاييس الكمية *Quantitative measurements*

وهي المقاييس التقليدية للتعقيم المالي، والتي تعتمد على المجملات او المجاميع النقدية والائتمانية. وهي مقاييس تقريبية للوساطة الادخارية والائتمانية في اي اقتصاد، ومن المتوقع ان تزداد قيمة هذه المقاييس استجابة لوجود معدلات فائدة حقيقية موجبة. وتتضمن هذه المقاييس ما يلي :

#### أ- نسبة النقد الى الناتج المحلي الاجمالي

المؤشر الايسر هو نسبة النقد *GDP*، والذي يقيس درجة او نسبة التقييد *monetization rate* في الاقتصاد. وتقدم النقود خدمات هامة تخص المدفوعات والادخار. ويقوم النقد بالمعنى الضيق (*Narrow money (M1)*) باداء النوع الاول من الخدمات (المدفوعات)، والنقد بالمعنى الواسع (*Broad money (M2)*) باداء النوع الاخير (الادخار). ويجب ان تزداد ارسدة النقد بالمعنى الضيق انسجاما مع زيادة المعاملات الاقتصادية (عند تجاهل التطورات الفنية)، الا ان النقد بالمعنى الواسع يجب ان يرتفع بسرعة اكبر، اذا تحقق التعقيم المالي.

#### ب- نسبة الائتمان الى الناتج المحلي الاجمالي

طالما ان الودائع المصرفية تمول الائتمان، فهي تعمل كمؤشر او مرشد لمستوى الوساطة المالية في الاقتصاد. وفي هذا البحث، يستخدم الائتمان الممنوح للقطاع الخاص، والذي يركز على الائتمان المقدم للقطاع الخاص الانتاجي (وليس القطاع الخدمي او الاستهلاكي). والجدول ادناه يظهر المجملات النقدية والائتمانية لدول عينة البحث :

<sup>٤</sup> انظر على سبيل المثال لا الحصر

Joseph E. Finnerty and Noel Brodsky, Monetary Depth, Financial Depth, and the Human Development Index, University of Illinois at Urbana, Champaign Office Research, Working Paper 01-0100, January 2001.

<sup>٥</sup> نسبة التقييد *monetization ratio* هي نسبة العملة الى الناتج المحلي الاجمالي (GDP)



## جدول (١) : المجملات النقدية والانتمائية لدول عينة البحث للمدة ١٩٨٠-٢٠٠٨

الدول	السنوات	عرض النقد بالمعنى الضيق (M1) (١)	M1/GDP (٢)	عرض النقد بالمعنى الواسع (M2) (٣)	M2/GDP (٤)	الانتمان الى القطاع الخاص (C) (٥)	C/GDP (٦)	GDP (٧)
اليابان	١٩٨٠	69.57	29.1	206.99	86.2	203.02	84.5	240176
	١٩٨٤	86.38	28.7	281.81	93.8	287.37	95.6	300543
	١٩٨٨	111.84	30.1	409.37	109.5	430.13	115.0	373973
	١٩٩٢	136.14	29.0	506.80	107.6	564.98	120.0	471064
	١٩٩٦	188.15	38.6	561.15	112.2	575.88	115.1	500310
	٢٠٠٠	247.90	49.4	629.66	123.8	559.44	110.1	508595
	٢٠٠٤	470.91	94.5	1166.97	234.2	489.36	98.2	498328
	٢٠٠٨	493.93	97.4	1235.64	243.5	512.02	100.9	507371
الصين	١٩٨٠	114.88	25.2	167.11	36.7	241.43	53.1	455.1
	١٩٨٤	244.94	34.2	359.85	50.2	441.96	61.7	716.4
	١٩٨٨	548.74	37.3	822.94	56.0	1123.10	76.4	1470.4
	١٩٩٢	1171.43	45.3	2522.60	97.5	2348.87	90.8	2586.4
	١٩٩٦	2756.38	40.3	7609.53	111.4	6423.05	94.0	6833.0
	٢٠٠٠	5454.10	55.7	13596.03	139.0	11136.58	113.8	9786.1
	٢٠٠٤	9581.54	59.9	24242.61	151.6	19200.09	120.1	15987.8
	٢٠٠٨	16621.71	55.3	47516.66	158.0	32564.09	108.3	30067.0
العراق	١٩٨٠	2650.2	22.5	3638.9	30.8	87	0.7	11.8
	١٩٨٤	5499.9	26.2	8627.3	41.1	146	0.7	21.0
	١٩٨٨	9848.0	19.8	15345.1	30.8	261	0.5	49.8
	١٩٩٢	43909.0	73.7	53396.2	89.6	425	0.7	59.6
	١٩٩٦	960503.0	36.7	1196605.4	45.7	4222	0.2	2620.0
	٢٠٠٠	1728002.0	3.4	2224874.6	4.4	170004	0.3	50213.0
	٢٠٠٤	10148626.0	21.1	11498148.0	23.9	810603.0	1.7	48206.0
	٢٠٠٨	23878448.0	15.3	34861927.0	22.4	3978301.0	2.6	155635.0

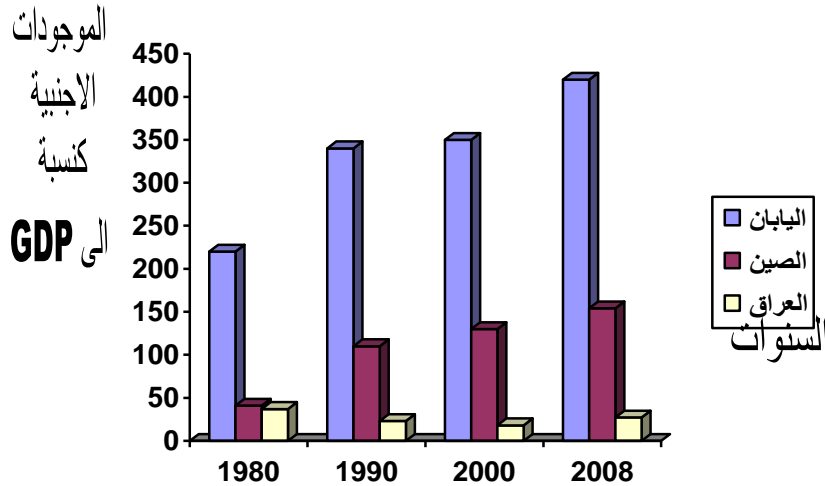
Source: - IMF, International Financial Statistics (IFS), (Washington, D.C.), various issues

- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، التقارير السنوية والنشرات الفصلية، اعداد مختلفة.  
 - وزارة التخطيط والتعاون الاتماني، الجهاز المركزي للإحصاء وتكنولوجيا المعلومات، المجموعة الاحصائية، اعداد مختلفة.
- (١) الارقام مأخوذة من الخط ٣٤ من المصدر الاول اعلاه.  
 (٢) من حسب الباحث عن طريق قسمة الارقام بالعمود (١) على الارقام في العمود (٧).  
 (٣) من حسب الباحث عن طريق اضافة الارقام بالعمود (١) الى الارقام المأخوذة من الخط ٣٥ من المصدر اعلاه.  
 (٤) من حسب الباحث عن طريق قسمة الارقام بالعمود (٣) على الارقام في العمود (٧).  
 (٥) الارقام مأخوذة من الخط 32d من المصدر اعلاه.  
 (٦) الارقام مأخوذة من الخط 99b من المصدر اعلاه.  
 (٧) ملاحظة : ارقام العمود ١ لليابان ترليون ين وللصين بليون يوان وللعراق مليون دينار اما ارقام العمود ٧ لليابان بليون ين وللعراق بليون دينار.

يلاحظ من الجدول (١) اعلاه، بان الصين كان لها قطاع متطور تماما، كما تشير الى ذلك النسب المستخرجة من قبل الباحث القريبة من نظيرتها اليابانية بل والمتفوقة عليها في بعض السنوات. وهذا لا يتناغم مع تحليلات Mckinnon و Show ولا مع الواقع. ففي المدة ١٩٨٠-٢٠٠٨، ارتفعت نسبة M1/GDP من 29.1% الى 97.4% في اليابان، ومن 25.2% الى 55.3% في الصين. بينما ارتفعت نسبة M2/GDP في اليابان من 86.2% الى 243.5%، وفي الصين من 36.7% الى 158%. وكذلك، ارتفعت نسبة C/GDP في اليابان من 84.5% الى 100.9%، وفي الصين من 53.1% الى 108.3% في نفس المدة. كما تشير النسب المستخرجة ايضا الى تطور القطاع لمالي في العراق، بالمقارنة مع الدولتين اعلاه، وفق نسبة M1/GDP منذ منتصف التسعينات الى نهاية مدة البحث، لارتفاع نسبة العملة الى عرض النقد و GDP، حيث ارتفعت النسب الثلاث من 2.2% الى 153.4% ومن 3.1% الى 188.4% ومن 0.1% الى 24.6% بنفس المدة.

### ج- توسيع محتويات الموجودات المالية

ان تعريف اوسع للموجودات المالية - والذي يتضمن اوراق مالية، مثل سندات الحكومة واسهم الشركات، وكذلك الحقوق على المؤسسات غير المصرفية، مثل صناديق التقاعد - يمكن ان يكون مؤشر افضل للعمق المالي. الا ان قياس الموجودات المالية في اي اقتصاد هو امر يكتنفه الصعوبة. فالجمع البسيط لكشوف ميزانيات المؤسسات المالية هو غير صحيح، طالما انه لا يأخذ بنظر الاعتبار الحقوق الساندة ما بين تلك المؤسسات. فمثلا، ان المطلوبات (الديون) ما بين المصارف هي كبيرة، الا انها تمثل مطلوبات النظام المصرفي على نفسه، ولذلك يجب ان تكون بحالة صافية بالنسبة الى كشف الميزانية الاجمالي. وبينما تكون المبالغ القائمة (غير المسددة) في اسواق الاسهم والسندات والنقد هي جزء من الموجودات المالية، فمن غير الملازم اضافة او جمع المبالغ الكلية القائمة الى كشف الميزانية الموحد للمؤسسات المالية. والسبب في هذا الامر هو ان المؤسسات المالية تمتلك محافظ استثمارية كبيرة تضم الكثير من الاوراق المالية، ولذلك فان جمع النتائج الكلية او الاجمالية يؤدي الى نشوب حساب مزدوج. ومرة اخرى، يجب ان يكون الامتلاك المتبادل او المقابل cross-holdings (اي، حقوق المؤسسات بعضها على البعض الاخر) بشكل صاف. ويحتوي الملحق على التفاصيل الكاملة للتعديلات المطلوبة لقياس الموجودات المالية. ان الموجودات المالية للدول المختارة هي محسوبة على اساس صاف، يأخذ بالاعتبار الممتلكات المالية المتبادلة، ونسب الموجودات المالية الى الناتج المحلي الاجمالي هي موضحة في الشكل رقم (١) ادناه، والذي يمثل مقياس او مؤشر للمدخرات المالية المحلية على نحو افضل من المجمات النقدية والائتمانية المذكورة اعلاه.



الشكل (١) : الموجودات الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي لدول العينة للمدة ١٩٨٠-٢٠٠٨  
الشكل من عمل الباحث عن طريق استخدام برنامجي Excel و Word وبالاعتماد على بيانات المصدر ادناه

Source: - IMF, International Financial Statistics Yearbook (IFS), (Washington, D.C.), various issues.

- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، التقارير السنوية والنشرات الفصلية، اعداد مختلفة.  
- وزارة التخطيط والتعاون الإنمائي، الجهاز المركزي للإحصاء وتكنولوجيا المعلومات، المجموعة الإحصائية، اعداد مختلفة.

يشير الشكل رقم (١) اعلاه الى ان المقارنات ما بين دول العينة اكثر واقعية مما ورد في الجدول ١، حيث ان لليابان عمق مالي مرتفع، وفقا لهذا المؤشر، الذي ارتفع من ٢٢١ % في ١٩٨٠ الى ٤٤٧ % عام ٢٠٠٨، بينما ارتفع في الصين من ٤٨ % الى ١٦٤ %، في حين انخفض في العراق من ٤٤ % الى ٢٤ % بذات المدة. وبرغم هذه المثالب بخصوص المقاييس الكمية، فهي مستخدمة في الدراسات الاقتصادية القياسية كمؤشر للعمق المالي.<sup>٦</sup>

إلا ان المقاييس كلما كانت اوسع، كلما كان ذلك افضل. فبالإضافة الى كونها اكثر شمولية، فهي تعمل على تجنب المشاكل الناجمة من التطورات، التي يكون لها تاثير على تخصيص الموجودات المالية، وليس التأثير بمستوى المدخرات.

فمثلا، لا يؤدي التحول من الودائع المصرفية الى الاوراق التجارية، بسبب فرض ضريبة معينة، الى التأثير بالمدخرات المالية الكلية او الاجمالية، الا انه يخفض رصيد النقد. وعند الاخذ بالحسبان سمات وخصوصيات الدول كل منها على حدة، فان المقاييس الكمية قد تكون موثوقة اكثر كمؤشرات للعمق المالي عبر الزمن في اي دولة.

## (٢) المقاييس الهيكلية Structural measures

وهي المقاييس المصممة للمساعدة في تحليل هيكل النظام المالي، وتحديد اهمية عناصره المختلفة. وهي على ثلاثة انواع:<sup>٧</sup>

### ا- نسبة النقد الواسع الى الضيق (M2/M1)

وهذه النسبة ترتبط طرديا مع مستوى العمق المالي للدولة. فعندما يتطور النظام المالي، تزداد الودائع الادخارية بسرعة اكبر من ارصدة المعاملات.

### ب- نسبة الادوات القائمة في سوق الاوراق المالية الى النقد الواسع (S/M2)

وتستخدم هذه النسبة كمؤشر للتوازن بين المؤسسات الوسيطة واسواق الاوراق المالية في النظام المالي. ان الادوات القائمة في سوق الاوراق المالية هي قيمة المبالغ الكلية او الاجمالية القائمة (غير المسددة او المسوية) في اسواق الاوراق المالية لادوات مثل الاسهم والسندات والديون القصيرة.<sup>٨</sup> ومرة اخرى، ترتبط هذه النسبة ايضا بعلاقة طردية مع التعميق المالي. وكما ذكرنا، تزداد اهمية الاسواق المالية، بالمقارنة مع المصارف، عندما ينضج النظام المالي (يزداد عمقه).

### ج- نسبة ارقام مبيعات المشتقات الى ارقام المبيعات في اسواق الادوات الاساسية او التقليدية (المادية) D/P

تقيس هذه النسبة اهمية طرق ادارة المخاطر خارج الميزانية Off-balance sheet نسبة الى التبادل النقدي (المادي او الملموس) بالادوات التي تعتمد عليها المشتقات. وتتطلب هذه المشتقات وجود اسواق مستقرة وكفوءة لادواتها الاساسية، وتزداد اهميتها عندما تتطور الاسواق الاساسية لتلبية (لتحقيق) هذه المعايير. وتشير النسبة الموجبة الى وجود العمق المالي.

وتقاس ارقام مبيعات Turnover المشتقات برقم المبيعات الاسمي Notional لعقود مستقبلية وخيارات معدل الفائدة والاسهم المتبادلة في البورصة.<sup>٩</sup> والجدول رقم (٢) ادناه يعرض خلاصة لاتجاهات هذه المؤشرات.

جدول (٢) : نسب مؤشرات الهيكل المالي لدول عينة البحث للمدة ١٩٨٠-٢٠٠٨ (%)

<sup>٦</sup> المجلات النقدية والائتمانية، او المقاييس المعتمدة عليها، مستخدمة عادة في الدراسات القياسية كمقياس للعمق المالي. الا ان نسب الموجودات المالية الى GDP تعطي مقياسا للمدخرات المالية المحلية على نحو افضل من المجلات النقدية والائتمانية، لان تلك الموجودات تولد تصورات تطبيقية اوسع، طالما انها تاخذ بالاعتبار الهيكل المتغير للقطاع المالي، عندما يزداد عمقه. انظر:

- King, R., and Levine, R. "Finance, Entrepreneurship, and growth-Theory and Evidence," Journal of Monetary Economics, Vol. 32, No. 3, Dec. 1993, P, 47

<sup>٧</sup> Bodurtha, S., Measuring Transactions costs: The Brokers View," in Trading Strategies and Execution costs, by Institute of Chartered Financial Analysts (New York: Institute of Chartered Financial Analysts, 1987), p.90.

<sup>٨</sup> الاوراق المالية القابلة للتسويق القائمة كديون واسهم هي المقدار او المبلغ الكلي للاوراق المالية القائمة، ماعدا الاوراق المالية كديون مصرفية (السندات وشهادات الودائع).

<sup>٩</sup> يتضمن رقم مبيعات المشتقات فقط عقود المستقبلية والخيارات المتبادلة في البورصة المحلية بخصوص الادوات المحلية. ورقم المبيعات الاسمي notional turnover هو القيمة الاسمية لكل عقد مضرورية بعدد العقود المتبادلة.



D/P	S/M2	M2/M1	السنوات	الدول
-	0.8	2.9	١٩٨٠	اليابان
1.9	1.1	4.0	١٩٩٠	
2.6	2.3	2.5	٢٠٠٠	
3.7	3.1	2.5	٢٠٠٨	
-	-	1.5	١٩٨٠	الصين
-	0.2	2.2	١٩٩٠	
0.1	0.4	2.5	٢٠٠٠	
0.3	0.7	2.9	٢٠٠٨	
-	-	1.4	١٩٨٠	العراق
-	0.1	1.3	١٩٩٠	
-	0.2	1.3	٢٠٠٠	
-	0.2	1.1	٢٠٠٨	

Source: - IMF, International Financial Statistics (IFS), (Washington, D.C.), various issues.

- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، التقارير السنوية والنشرات الفصلية، اعداد مختلفة.  
- وزارة التخطيط والتعاون الانمائي، الجهاز المركزي للإحصاء وتكنولوجيا المعلومات، المجموعة الاحصائية، اعداد مختلفة.

$M2/M1$  = نسبة عرض النقد بالمعنى الواسع الى عرض النقد بالمعنى الضيق، وهي من استخراج الباحث عن طريق قسمة العمود ٣ على العمود ١ في الجدول ١.

$S/M2$  = نسبة المبالغ القائمة للأوراق المالية بشكل ديون واسهم قابلة للتسويق الى عرض النقد بالمعنى الواسع. المبالغ القائمة (غير المسددة) في سوق الأوراق المالية: هي مجموع التمويل من سوق الاسهم والمبالغ القائمة في سوق سندات الحكومة والشركات والمبالغ القائمة للأوراق المالية في السوق النقدية، وهي من استخراج الباحث عن طريق قسمة الارقام الماخوذة من المصدر اعلاه على العمود ٣ في الجدول ١.

$D/P$  = نسبة ارقام المبيعات في اسواق المشتقات الى ارقام المبيعات في الاسواق المادية او الملموسة.  
- = انعدام وجود السوق.

يشير الجدول رقم (٢) اعلاه، الى ان مؤشر  $M2/M1$  يظهر بان اليابان كان لها النسب الاعلى وخصوصا في الثمانينات والتسعينات، حيث كانت 2.9 % في ١٩٨٠ الا انها تباطأت الى 2.5 % في ٢٠٠٨، وكان للصين نسب قريبة لهذا المؤشر، حيث ارتفعت من 1.5 % الى 2.9 % بذات المدة. وهذا يؤكد على اهمية الودائع الادخارية نسبة الى ارصدة المعاملات في الصين، كما هو سائد في اليابان. والنسب الاضعف سادت في العراق، دلالة على الدور الاضعف للودائع الادخارية فيه مقارنة بارصدة المعاملات، اي ارتفاع العملة في التداول، حيث انخفض المؤشر من 1.4 % الى 1.2 % في عين المدة.

ويظهر مؤشر  $S/M2$  بان هناك ميل واضح لليابان بالاعتماد بشدة على الاسواق المالية، وخصوصا بعد الالفية الثالثة، حيث ارتفع بشدة من 0.8 % في ١٩٨٠ الى 3.1 % في ٢٠٠٨، بينما ارتفعت نسب هذا المؤشر في الصين، وفي العراق، من لاشيء الى 0.7 % فقط، ومن لاشيء الى 0.2 % فحسب، على التوالي بذات المدة.



وهذا يدل على الاعتماد المحدود للدول النامية على الاسواق المالية للحصول على التمويل المطلوب، او ان الادوات المالية المتداولة في تلك الاسواق اقل تنوعاً وقيمةً. ان الزيادة الاولية باهمية النقد بالمعنى الواسع، ومن ثم اهمية اسواق الاوراق المالية، تتظهر مدى اتساع نطاق او مدى استحقاقات الموجودات المالية، عندما تتطور (تتعمق) الانظمة المالية.

ويظهر مؤشر D/P التوفر المنخفض لادوات ادارة المخاطرة في معظم دول العينة. ومن الواضح، كان لليابان النظام المالي الاكثر تقدماً وفق هذا المؤشر، الذي ارتفع من لاشيء في ١٩٨٠ الى 3.7 % في ٢٠٠٨، بينما لم يكن من وجود لهذه الاسواق في الصين الا في مطلع الالفية، حيث ارتفع المؤشر من 0.1 % في ٢٠٠٠ الى 0.3 % فقط في ٢٠٠٨. اما في العراق، فلاوجود لهذه الاسواق على الاطلاق.

### (٣) الاسعار المالية

يجب ان تحقق الانظمة المالية المتطورة معدلات فائدة حقيقية موجبة تعكس معدل التفضيل الزمني الموجب للفراد، وفرص النمو في الاقتصاد. وبالإضافة الى ضرورة ان تكون معدلات الفائدة موجبة بالمعنى الحقيقي، فانها يجب ان تعكس التوقعات الاقتصادية على نحو كاف او ملائم.

فمثلاً، يجب ان تكون معدلات الفائدة الاسمية قادرة على تخفيف التغيرات في التضخم المتوقع. وهكذا، يعد كل من مستوى ومرونة معدلات الفائدة من العناصر الاساسية في هذا الصدد، وهذا ما سنبحثه ادناه :

#### أ- مستويات معدل الفائدة

ان سعر الفائدة الحقيقي على الودائع هو السعر المالي الاكثر اهمية. والشرط الاساسي المسبق لاي تعميق مالي واسع هو انه يجب ان يكون ذلك السعر موجب. الا ان الاسواق المجزئة في الاقتصادات النامية تولد في الغالب معدلات فائدة سالبة على الودائع، والتي لا تشجع الادخارات في الموجودات المالية. وعلى الرغم من ان الادلة التطبيقية بشأن العلاقة بين معدلات الفائدة الحقيقية والمدخرات الكلية هي غير اكيدة، فهناك علاقة طردية بين معدلات الفائدة الحقيقية والمدخرات المالية.<sup>١٠</sup>

كما ان معدلات الفائدة الحقيقية الموجبة على الاقراض هامة ايضاً، طالما انها تدعم معدلات الفائدة على الایداع (التمكين من دفعها)، وتدعم فقط المشاريع ذات معدلات الفائدة الحقيقية الموجبة، كما ذكر في المؤشر او المقياس الثاني.

والاسواق المالية الموحدة (غير المجزئة) تعتمد على التوقعات، وليس التنظيم (او التدخل)، ويسود فيها معدلات فائدة حقيقية موجبة. ويلخص الجدول (٣) مستوى واتجاه معدلات الفائدة الحقيقية على الایداع والاقراض في دول العينة :

الجدول (٣) : معدلات الفائدة الحقيقية على الایداع والاقراض لدول العينة للمدة ١٩٨٠-٢٠٠٨ (متوسط معدلات سنوية %)

الدول	السنوات	معدلات الفائدة الحقيقية على الایداع	معدلات الفائدة الحقيقية على الاقراض	معدل التضخم
اليابان	١٩٨٥-١٩٨٠	0.6	3.9	3.6
	١٩٩١-١٩٨٦	0.9	4.4	1.7
	١٩٩٧-١٩٩٢	1.2	5.4	0.7
	٢٠٠٣-١٩٩٨	3.1	6.8	-0.4
	٢٠٠٨-٢٠٠٤	2.8	5.9	0.3
الصين	١٩٨٥-١٩٨٠	1.2	1.9	7.4
	١٩٩١-١٩٨٦	-1.3	-0.3	10.2
	١٩٩٧-١٩٩٢	-0.2	-0.3	12.2
	٢٠٠٣-١٩٩٨	0.8	2.4	1.0
	٢٠٠٨-٢٠٠٤	-0.9	-0.7	23.9
العراق	١٩٨٥-١٩٨٠	0.3	1.8	5.3
	١٩٩١-١٩٨٦	0.3	1.9	35.5
	١٩٩٧-١٩٩٢	-0.9	-0.9	190.4
	٢٠٠٣-١٩٩٨	-0.3	0.1	16.8
	٢٠٠٨-٢٠٠٤	-0.7	-0.4	30.1

Source: - IMF, International Financial Statistics (IFS), (Washington: D.C.), various issues.

- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، التقارير السنوية والنشرات الفصلية، اعداد مختلفة.

<sup>١٠</sup> انظر :

- وزارة التخطيط والتعاون الإنمائي، الجهاز المركزي للإحصاء وتكنولوجيا المعلومات، المجموعة الإحصائية، اعداد مختلفة.

- متوسطات معدلات الفائدة على الإيداع والإقراض من استخراج الباحث بالاستناد الى ارقام مأخوذة من الخط (٦٠١) و (٦٠ p)، على التوالي من المصدر الاول اعلاه.
- متوسطات معدلات الفائدة الحقيقية من استخراج الباحث على اساس انها الفارق بين المتوسط السنوي لمعدلات الفائدة والتضخم الجاري السنوي وفق المعادلة الآتية :

$$(1+i) / (1+I) - 1$$

حيث ان  $i$  = معدل الفائدة

$I$  = معدل التضخم

- متوسطات التضخم من استخراج الباحث وفقا لمؤشر الارقام القياسية لاسعار المستهلك الماخوذة من الخط ٦٤ من المصدر الاول اعلاه.

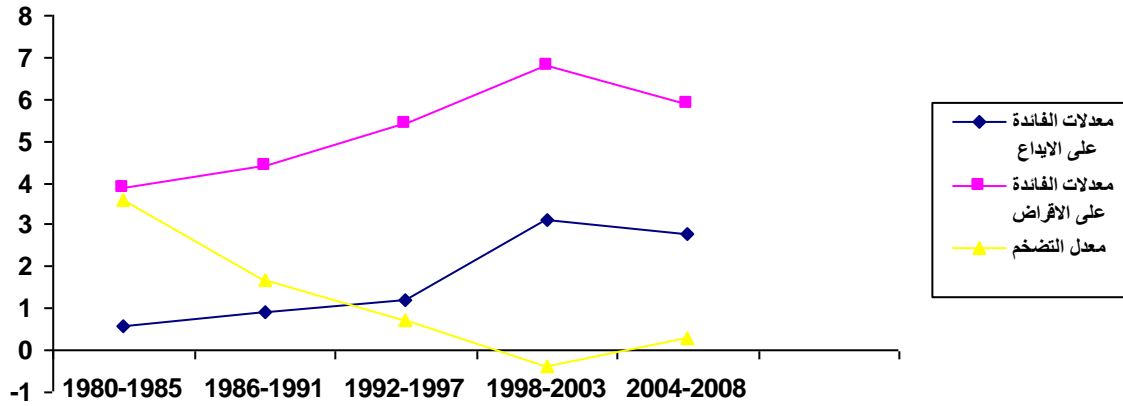
يلاحظ من الجدول اعلاه وجود معدلات فائدة حقيقية موجبة في اليابان، حيث ارتفعت المعدلات الحقيقية على الإيداع من 0.6% وعلى الإقراض من 3.9% في النصف الأول من الثمانينات إلى 2.8% و 5.9%، على التوالي في النصف الأخير من أول عقد بالألفية الجديدة، لان التضخم تراجع من 3.6% إلى 0.3% في ذات المدة.

إما في الصين، يلاحظ وجود معدلات فائدة سالبة، حيث انخفضت هذه المعدلات على الإيداع من 1.2% وعلى الإقراض من 1.9% إلى -0.9% و -0.7%، على التوالي، في نفس المدة، لكون التضخم تصاعد بشدة من 7.4% إلى 23.9% في نفس المدة.

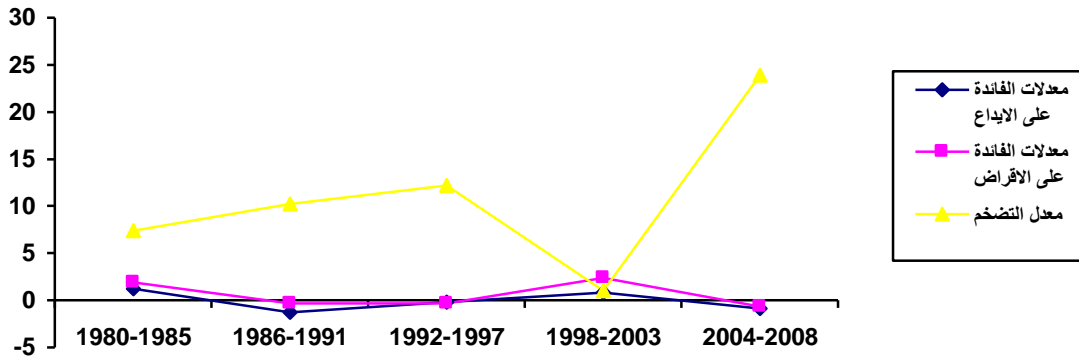
ولا يختلف الأمر كثيرا في حالة العراق، حيث ظهرت المعدلات الحقيقية السالبة أيضا، حيث تراجعت هذه المعدلات على الإيداع بنفس المدة من 0.3% إلى -0.7%، بينما انخفضت المعدلات على الإقراض من 1.8% إلى 1.6% في نفس المدة، لان التضخم سجل تصاعدا كبيرا من 5.3% إلى 30.1% خلال نفس المدة، ولو انه سجل ارتفاعا اكبر قبل ذلك (190.4% للمدة ١٩٩٢-١٩٩٧).

#### ب- تغييرات معدل الفائدة

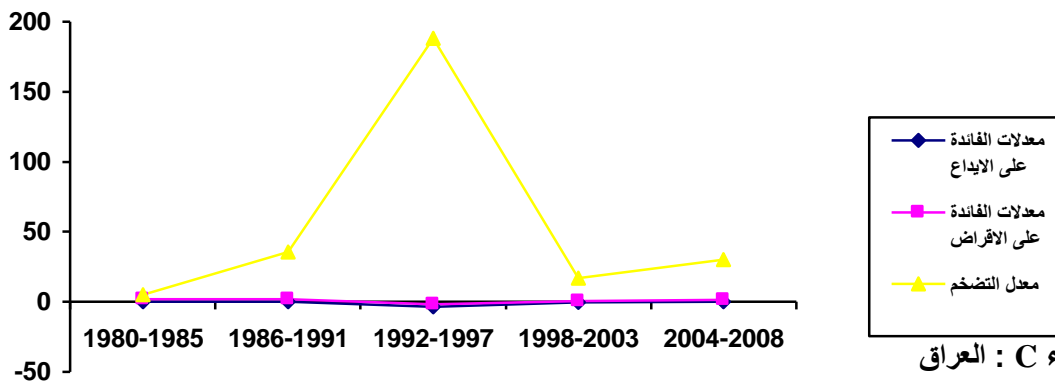
إن القضية الهامة هنا هي استجابة الأسعار إزاء الظروف الاقتصادية المتغيرة. وتسهل الأسواق المالية الكفاءة التكيف إزاء التوقعات المتغيرة بشأن الظروف الاقتصادية، إلا إن هذا التكيف يعيقه التحكم بمعدل الفائدة. فمثلا، لم تتغير معدلات الفائدة على الإيداع في العراق برغم التحولات في التضخم. وبالمقابل، تكون أسعار الفائدة أكثر مرونة واستجابة للتوقعات في الأسواق المالية المتحررة، كما في حالة اليابان، مثلا، كما يلاحظ في الشكل رقم (٢) أدناه :



الجزء A : اليابان



الجزء B : الصين



الجزء C : العراق

الشكل ٢ : معدلات الفائدة الحقيقية على الايداع والاقراض والتضخم في دول العينة  
المصدر : الشكل من عمل الباحث عن طريق استخدام برنامجي Excel و Word وبالاعتماد على بيانات  
الجدول ٣.

يلاحظ من الشكل رقم (٢) اعلاه، ان الجزء A من الشكل، الذي يمثل اليابان، يظهر المعدلات الحقيقية الموجبة، مما يؤكد تغيرها او مرونتها مع الظروف الاقتصادية المتغيرة (كالتضخم)، بينما كانت تلك المعدلات سالبة بالاعلغ في الجزء B من الشكل، الذي يمثل الصين، والجزء C، الذي يمثل العراق، وعدم تفاعلها مع المتغيرات الاقتصادية.

ويحقق التحكم الشديد او الصارم بمعدل الفائدة استقرارا لمعدل الفائدة الاسمي، ولكن فقط على حساب عدم استقرار معدل الفائدة الحقيقي (انظر الجدول ٤ ادناه)، اذا كان التضخم متغيرا. والطريقة الوحيدة لتحقيق استقرار معدل الفائدة الاسمي عند مستوى منخفض، بدون الحاق الضرر بتقلب معدل الفائدة الحقيقي، هي تحقيق معدل مستقر للتضخم عند مستوى منخفض.

ويجب ان تحقق الأنظمة المالية الموجهة نحو السوق تقلب اقل لمعدل الفائدة الحقيقي، وتقلب اكبر (استجابة او حساسية اكبر للظروف الاقتصادية المتغيرة) لمعدل الفائدة الاسمي من الانظمة ذات معدلات الفائدة المتحكم بها، مع بقاء الاشياء على حالها.

ان تقديرات التقلبات لمعدلات الفائدة الحقيقية والاسمية والفارق بينهما هي معروضة في الجدول ادناه:

جدول (٤) : تقلب معدلات الفائدة في دول عينة البحث للمدة ١٩٨٠-٢٠٠٨

تقلب المعدل الاسمي ناقصا الحقيقي		تقلب معدل الفائدة على الإقراض		تقلب معدل الفائدة على الايداع		تقلب التضخم	المدة	الدول
معدل الفائدة على الإقراض (٣)-(٤)	معدل الفائدة على الايداع (١)-(٢)	المعدل الحقيقي (٤)	المعدل الاسمي (٣)	المعدل الحقيقي (٢)	المعدل الاسمي (١)			
0.2	0.3	0.9	1.1	0.8	1.1	1.3	-١٩٨٠ ١٩٩٠	اليابان
-0.8	-1.2	2.6	1.8	2.6	1.4	1.2	-١٩٩١ ٢٠٠٠	
-0.3	-2.3	2.5	2.2	2.5	0.2	0.7	-٢٠٠١ ٢٠٠٨	
-3.9	-3.4	5.6	1.7	5.2	1.8	6.6	-١٩٨٠ ١٩٩٠	الصين
-0.3	1.8	2.6	2.3	1.7	3.5	8.5	-١٩٩١ ٢٠٠٠	
-1.7	-0.4	2.4	0.7	1.1	0.7	2.3	-٢٠٠١ ٢٠٠٨	
0.3	0.9	1.1	1.4	0.5	1.4	2.4	-١٩٨٠ ١٩٩٠	العراق
-1.3	-0.7	1.3	0	0.7	0	172.1	-١٩٩١ ٢٠٠٠	
1.2	1.0	1.7	2.9	0.8	1.8	15.1	-٢٠٠١ ٢٠٠٨	

Source: - IMF, International Financial Statistics (IFS), (Washington, D.C.), various issues

- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، التقارير السنوية والنشرات الفصلية، اعداد مختلفة.

- وزارة التخطيط والتعاون الانماني، الجهاز المركزي للإحصاء وتكنولوجيا المعلومات، المجموعة الاحصائية، اعداد مختلفة.

التقلب volatility لجميع المتغيرات بالجدول اعلاه من استخراج الباحث بالاعتماد على المؤشر الاحصائي المعروف الانحراف المعياري، الذي يمثل انحراف القيم عن متوسطها، لبيانات سنوية لمعدلات الفائدة والتضخم، والذي يرى الباحث انه خير مؤشر او مقياس للتقلب.

من تحليل الجدول اعلاه، يتضح النقاط الآتية :

- ١- تقلب معدل الفائدة الحقيقي اكبر، عموماً، من تقلب معدل الفائدة الاسمي.
- ٢- تقلب المعدل الحقيقي على الاقراض اعلى من تقلب المعدل الحقيقي على الایداع، ولو ان فارق تقلب المعدل الاسمي / الحقيقي يختلف ما بين المعدلات على الایداع والاقراض.
- ٣- ان ما هو اكثر اهمية هو ان الفارق بين تقلب معدل الفائدة الاسمي والحقيقي هو الاصغر في معظم الدول المتقدمة، كاليابان، واكبر في الدول النامية كالصين والعراق.
- ٤- الفارق بين معدل الفائدة على الایداع ومعدل الفائدة على الاقراض يضيق او يتقلص كلما تطور النظام المالي (ازداد عمقه).

ان الدول الاقل تقدماً من دول عينة البحث المختارة، مثل الصين، سوية مع الدولة الاخرى ذات مستويات معدل الفائدة الحقيقي السالب الكبير، مثل العراق، تظهر تقلب وفارق حقيقي اكبر. بينما يلاحظ صورة مغايرة في الدول المتقدمة، كاليابان، حيث تقلص تقلب التضخم فيها من 1.3 في المدة ١٩٨٠-١٩٩٠ الى 0.7 في ٢٠٠١-٢٠٠٨، مما انعكس على انخفاض تقلب معدل الفائدة الاسمي على الایداع، الذي انخفض من 1.1 الى 0.2 في نفس المدة. وهذا التحكم الصارم بالمعدل الاسمي كان على حساب ارتفاع تقلب المعدل الحقيقي على الایداع من 0.8 الى 2.5 لذات المدة، كما ذكرنا.

اما تقلب معدل الفائدة على الاقراض، فقد تصاعد المعدل الاسمي من 1.1 الى 2.2 والحقيقي من 0.9 الى 2.5 في المدة ذاتها، مما جعل تقلب المعدل الاسمي ناقصاً الحقيقي (اي الفارق) بالنسبة للایداع ينخفض من 0.3 الى -2.3، وللاقراض من 0.2 الى -0.3. وهذا الفارق بين معدلات الایداع والاقراض يتناغم مع ما ذكرناه سابقاً من حقائق، وهي ان تطور النظام المالي عبر الزمن، كما هو الحال في اليابان، يولد معدلات فائدة حقيقية موجبة، ويتقلص الفارق بين معدلات الایداع والاقراض.

اما في الصين، فيلاحظ انخفاض كل الارقام المستخرجة بنفس المدة، حيث انخفض تقلب التضخم من 6.6 الى 2.3، وانخفض تقلب المعدل الاسمي على الایداع من 1.8 الى 0.7 والحقيقي من 5.2 الى 1.1، كما تراجع ايضا تقلب المعدل الاسمي على الاقراض من 1.7 الى 0.7 والحقيقي من 5.6 الى 2.4، مما جعل تقلب المعدل الاسمي ناقصاً الحقيقي يسجل ارقام سالبة طوال المدة، ولو بمستوى منخفض حيث تغير في حالة الایداع من -3.4 الى -0.4، وفي حالة الاقراض من -3.9 الى -1.7.

اما في العراق، فيلاحظ ان الموقف كان اشد تدهوراً في نفس المدة، حيث ارتفع تقلب التضخم بشدة من 2.4 الى 15.6، مولدا ارتفاعاً في تقلب الفائدة الاسمية على الایداع من 1.4 الى 1.8 وزيادة اشد في تقلب الفائدة الاسمي على الاقراض من 1.4 الى 2.9، والحقيقية من 0.5 الى 1.8 ومن 1.1 الى 9.1، على التوالي مما جعل تقلب المعدل الاسمي ناقصاً الحقيقي يسجل تدهوراً من 0.9 الى الصفر بالنسبة للایداع ومن 0.3 الى -6.2 في حالة الاقراض.

وهذه النتائج تدعم مناقشة كفاءة الاسعار المعروضة في النقطة او المؤشر الثاني (المقاييس الهيكلية). ان التقلب الشديد بمعدل الفائدة الحقيقي يجعل تقييم المشاريع اكثر صعوبة، ويزيد من مخاطر الاستثمار المالي. والدول ذات القوانين الصارمة بشأن الاسواق المالية ومستويات التضخم المرتفع تظهر الفارق الاكبر بين تقلب معدل الفائدة الحقيقي ومعدل الفائدة الاسمي.

#### (٤) حجم او مقدار الادوات المالية المتوفرة

يزداد تعقيد الادوات المالية عندما يتطور النظام المالي، وتنخفض تجزئة السوق، والسبب الاساسي في ذلك هو ان المخاطر المالية تقيم بدقة اكبر، واحدى اسباب ذلك هو انخفاض لا تماثل او لا تناسق المعلومات. والمضمون الاخر لذلك هو ان خيارات المقترضين والمستثمرين تتسع، ومن المحتمل وجود ادوات تلبي متطلباتهم على نحو افضل، مما يشجع على استخدام اوسع للقطاع المالي. وبالإضافة الى ذلك، فان الادوات المالية، مثل الادوات ذات العوائد المحددة من قبل السوق (مثل سندات الحكومة) والمشترقات (مثل المستقبلات المالية)<sup>١١</sup> وادوات الصرف الاجنبي، تسهل عملية المراجحة arbitrage، والتي تربط او تساوي الاسعار ما بين الاسواق والدول والزمن.

<sup>١١</sup> عقد المستقبلات futures contact هو عقد أجل توجد فيه شروط معيارية يتم تبادله في بورصة منظمة، ويتبع اجراءات التسوية اليومية، حيث تدفع فيه خسائر طرف معين من العقد للطرف الاخر. اما العقد الأجل forward contract، فهو اتفاق بين طرفين، مشتري وبيع، يتضمن تسليم موجود معين بموعد مستقبلي معين بسعر متفق عليه اليوم.

ولذلك، يقدم حجم او مدى الادوات المتبادلة في دولة معينة تصور مفيد عن مستوى تناسق (او تشتت) الاسعار (انظر الجدول ٤ لمعرفة التشتت عن طريق الانحراف المعياري) وتطورها المالي. وهناك ثلاثة فئات من الادوات المالية وهي : ادوات تمويل المشاريع، والادوات الاستثمارية، وادوات الصرف الاجنبي وادارة المخاطر. وهذه تشمل مدى واسع من ادوات الوساطة الائتمانية والادخار وادارة المخاطرة.

والجدول ٥ و ٦ و ٧ تقدم استعراض لموقف المجموعة المختارة من الدول، فيما يخص توفر تلك الادوات المالية في عام ٢٠٠٧، مثلا :

الجدول (٥) : ادوات تمويل المشاريع في دول العينة لعام ٢٠٠٧

الدول	قروض مصرفية	حوالات تجارية	اوراق تجارية	سندات الشركات	الاسهم في البورصة	اسواق راس المال الاجنبي
اليابان	A	S	A	A	A	A
الصين	A	M	H	H	H	H
العراق	S	H	H	N	H	N

Source: - IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (Washington, D.C., various issues)

- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، التقارير السنوية والنشرات الفصلية، اعداد مختلفة.

- وزارة التخطيط والتعاون الانمائي، الجهاز المركزي للإحصاء وتكنولوجيا المعلومات، المجموعة الاحصائية، اعداد مختلفة.

حيث ان :

A = يرمز الى كونها متاحة بسهولة طبقا لمعايير السوق الطبيعية.

S = يرمز الى وجود سوق صغير، وهو غير مقيد الا انه غير متطور.

M = يرمز الى التوفر المقيد بشكل معتدل، والسوق موجودة الا ان الاشتراك فيه مقيد.

H = يرمز الى التوفر المقيد بشدة، والسوق متحكم به بشدة.

N = يرمز الى عدم التوفر، او ان السوق متوفرة نظريا، ولكن التبادل او النشاط فيها غير نشط.

يلخص الجدول رقم (٥) اعلاه مدى توفر ادوات تمويل المشاريع في الدول المختارة. وتتضمن الادوات المشمولة القروض المصرفية الاساسية، والتمويل المباشر من السوق، والمصادر الاجنبية للتمويل. وتوفر الادوات يعد خاضعا لمعايير السوق الطبيعية او العادية.

كما يلاحظ، بان اليابان كان لها المدى او القدر الاوسع من الادوات المالية من القروض المصرفية الى ادوات اسواق راس المال الدولية. وعادة ما تختار الشركات طريقة التمويل الاكثر ايجابية في مجالات السعر، والسمات الاخرى الخاصة بالادوات المالية، مثل الاستحقاق وقابلية التسويق (امكانية البيع) والتعرض للمخاطرة المالية. وعن طريق الاقتراض من مجموعة من الاسواق، اعتمادا على كلف معدلات الفائدة وظروف اخرى، تساعد أنشطة الشركات في مجال الاقتراض على توحيد الاسواق المالية (توحيد الاسعار والمعلومات الساندة فيها)، كما في حالة اليابان. اما الاسواق غير التنافسية، كما هو الحال في الصين والعراق، لا يتم تعديل الاسعار لمجاراة الاسعار الساندة في الاسواق الاخرى، المحلية والاجنبية. وبتلك الوسيلة يتم التحكم بكلف التمويل المصرفي (الفائدة) من قبل السوق.

اما الصين، فقد عرضت مجموعة ضيقة من الادوات المالية لقطاع الاعمال الناشيء لديها، مع فرض قيود صارمة على الحصول على التمويل غير المصرفي والاجنبي.

اما في العراق، فيلاحظ ان معظم الادوات المالية ما هي غير متاحة، او انها متوفرة مع وجود قيود مفروضة صارمة، ولا يتوفر بسهولة سوى القروض المصرفية التقليدية، بالاضافة الى ضيق مختلف الاسواق، التي تتداول فيها هذه الادوات، التي هي ذات تنوع وقيمة منخفضة.

وتقدم كثير من ادوات تمويل الشركات فرص استثمارية مباشرة للمدخرين المحليين. ويقدم الجدول رقم (٦) ادناه خلاصة عن مدى الفرص الاستثمارية للمدخرات. ويجري التأكيد على الاستثمارات التي تغل عوائد سوقية، ومن ثم تعاني من قلة من المشاكل المرتبطة مع الاسواق المقيدة.

## الجدول (٦) : ادوات المدخرات ذات العوائد المحددة من قبل السوق لدول العينة في عام ٢٠٠٧

الدول	الاوراق المالية		الودائع المصرفية		الاسواق الاجنبية
	طويلة الاجل	قصيرة الاجل	الكبيرة	الصغيرة	
اليابان	A	A	A	H	A
الصين	M	M	A	A	H
العراق	H	H	M	S	N

المصدر : نفس مصدر الجدول (٥)

ويبرز نموذج مماثل ما بين الدول، كما هو مشار اليه في الجدول ٥، حيث ان لليابان النظام المالي الاكثر تطورا، بينما الصين والعراق تعرضان مدى ضيق او قليل من الادوات المالية. ويشير الجدولان ٥ و ٦ الى مجموعة من الادوات الانتمائية والادخارية المتوفرة او المتاحة، والمؤشرات الكمية، المعروضة في النقطة ١ اعلاه (المقاييس الكمية)، تعطي مقياس معين لاستخدامها. ومع ذلك، لا تحدد بالكامل جودة ادوات الاقتراض والادخار المتوفرة. وعلى وجه الخصوص، يمكن ان تعزز ادوات المشتقات تسهيلات الانتمان والاستثمار. فمثلا، يمكن جمع قرض مصرفي ذو معدل فائدة متغير مع خيار معين لمعدل الفائدة، لتخفيض مخاطرة معدل الفائدة. وبشكل مماثل، فان المخاطر، المتولدة عن تدفقات النقد كعملات اجنبية واريابح الاستثمارات، يمكن ان تنخفض عن طريق استخدام المشتقات. ويتطلب وجود مجموعة كاملة من المشتقات تفحص دقيق لتناسق الاسعار ما بين جميع الاسواق المالية، ويسهم بتكوين نظام مالي متكامل (او موحد) بالكامل. ويجب التاكيد على ان الدخال المشتقات قبل وجود الهياكل الارتكازية او البنى التحتية يمكن ان يكون غير مثمر. و فقط اليابان من دول العينة كان لها انظمة مالية تدنو من تحقيق هذه المتطلبات، كما هو موضح بجلاء في الجدول رقم (٧) ادناه :

## الجدول (٧) : ادوات ادارة المخاطر في دول العينة لعام ٢٠٠٧

الدول	الصرف الاجنبي		معدل الفائدة		الاسهم
	الفوري	الاجل	الاجل	الخيارات	
اليابان	A	A	A	S	A
الصين	H	N	N	N	N
العراق	H	N	N	N	N

المصدر : نفس مصدر الجدول (٥).

وتفتقد الدول الأخرى بالعينة إلى الأسواق المتطورة أو المعقدة المطلوبة لتوفير هذا المستوى من الخدمات المالية وسلامة السوق. ويشير الجدول ٤ اعلاه الى ان تقلب معدل الفائدة هو قضية مهمة بالنسبة للمشاريع والمؤسسات المالية في جميع الدول. ولذلك، هنالك احتمالات بتحسين ادارة المخاطر المالية في تلك الدول الأخرى حالما يتم تلبية الشروط المسبقة لتطوير سوق المشتقات. واسواق الصرف الاجنبي متطورة افضل، عموما، من مشتقات معدل الفائدة والاسهم عبر هذه المجموعة من الدول، ولو ان القوانين تختلف. والمعاملات الفورية تهيم في الاسواق الاقل تطورا، مثل العراق. والبنود الاجلة لوقت قريب، والمبادلات swaps، تصبح اكثر اهمية عندما يتطور السوق، كما في حالة الصين. و فقط في الاسواق الناضجة، مثل اليابان، يتم تبادل الخيارات options<sup>١٢</sup> والمشتقات المعقدة الأخرى.<sup>١٣</sup>

<sup>١٢</sup> الخيار يعطي الحق لصاحبه او حامله بشراء او بيع موجود معين او اداة مالية معينة بسعر متفق عليه يسمى سعر التنفيذ exercise price او سعر الصفقة strike price في او قبل تاريخ معين في المستقبل. فالعقد يعطي الحق في البيع و الشراء ولا يعد ملزما بالتنفيذ، حيث تتاح امام المستثمرين والمضاربين والمتحويين عدة خيارات تتعلق بتنفيذ الخيار في او قبل موعد التنفيذ ليصبح مالكا للموجود، او بيع عقد الخيار في البورصة المنظمة للخيارات قبل تاريخ التنفيذ، او ترك الخيار لتنتهي صلاحيته ويصبح بدون قيمة. ويعد الخيار بحد ذاته ورقة مالية يمكن ان تباع او تشتري في الاسواق المنظمة للخيارات وتشتق قيمته من قيمة الورقة المالية او الموجود الاساسي underlying security.

واذا كان الخيار يعطي الحق للمشتري في شراء كمية محددة من العملة الاجنبية بسعر الصفقة قبل او عند تاريخ الاستحقاق يسمى خيار شراء العملة call option وان كان له الحق ببيع كمية محددة من العملة الاجنبية بالسعر المتفق عليه في او قبل تاريخ محدد في المستقبل يدعى خيار البيع put option. وشراء خيار شراء العملة او خيار بيع العملة يعني ان المشتري قد اتخذ مركز طويل long (اي موجوداته من تلك العملة تفوق مطلوباته منها) في سوق المشتقات. وبيع خيار شراء العملة او خيار بيع العملة يشير الى انه اتخذ مركز قصير short في سوق المشتقات مقابل مركز طويل في سوق الصرف الاجنبي. وقد يكون لمشتري الخيار الحق بتنفيذها عند تاريخ التنفيذ او قبله، وهذا يمثل اسلوب الخيار الامريكي American option.

وفي النقطة ٢ (المقاييس الهيكلية) عُرِفَ التعميق المالي على أنه توحيد الاسواق المالية، الذي يحدث عبر المدن والمناطق في اي اقتصاد، وكذلك ايضا عبر مختلف الاسواق المالية، وعبر الدول، وعبر الزمن. وتؤكد الجداول ٥ و ٦ و ٧ بان عمق القطاع المالي يحصل في سياق مماثل لذلك الملخص اعلاه.

ان التكامل والتطور المالي للمشتقات هو بطيء الحصول. ويتضمن التحليل في هذا الجزء بان اليابان لها النظام المالي الاكثر تطورا من بين الدول المختارة. والصين والعراق، على التوالي، هما الاقل تقدما على هذا الصعيد، لوجود مجموعة قليلة من الادوات المالية المتداولة، مما يظهر وجود تجزئة واسعة في الاسواق.

#### (٥) كلف المعاملات

يفترض التصور النيوكلاسيكي التقليدي بان آليات التبادل هي دون كلفة، والذي هو غير معقول من الناحية التطبيقية او العملية، كما ذكرنا سابقا. ويقدم North<sup>١٤</sup> تحليل مفيد لمختلف كلف التبادل في اي اقتصاد.

وهذه الكلف مذكورة في الشروط المسبقة لوجود اسواق مالية كفوءة، والتي تتضمن وجود مؤسسات متطورة. ويتطلب عمق الانظمة المالية وجود كلف منخفضة لابرام المعاملات، كما قلنا، (خصوصا وجود كلف منخفضة للوساطة الائتمانية) لدعم التعميق المالي المثالي، وتدنية المقدار المستخدم من الموارد الاقتصادية النادرة من قبل القطاع المالي. واشير الى هذا الامر ضمنا في مناقشة الفقرة ٢ (المقاييس الهيكلية).

لذلك، فان الهدف العام لعمق القطاع المالي هو تدنية كلف تعبئة ودائع المدخرين وتحويلها الى طالبي القروض المصرفية المستعدين لدفع العائد المطلوب (الفائدة)، مع انخفاض احتمالية عدم قدرتهم على السداد. ولا يمكن تقييم كلف معاملات الوساطة المالية بسهولة وبدقة في الدول كل منها على حدة، ولا يمكن المقارنة ما بين الدول بسبب وجود فروقات في متغيرات، تتراوح من تصميم القطاع المالي الى تشتت السكان.

وتستخدم هوامش Margins (ارباح) معدلات الفائدة المصرفية (الفوارق بين معدلات الفائدة على الايداع والاقتراض السائدة في الاسواق) في الغالب لتقدير تلك الكلف. فمن الناحية المثالية، يجب ان تأخذ كلف الوساطة بنظر الاعتبار التفاعلات بين الكلف التشغيلية وفوارق spreads معدل الفائدة (الفوارق بين معدلات الفائدة المدفوعة والمقبوضة)، من بين عوامل اخرى.

وهذه قضية معقدة تتطلب قدر واسع من البيانات وتحليل معقد. ومع ذلك، من الممكن اعطاء ملخص معقول عن كلف الوساطة المالية عبر الزمن، باستخدام بيانات فوارق معدل الفائدة. وهذه معروض في الجدول ادناه :

الجدول (٨) : فوارق معدلات الفائدة في حالة المصارف التجارية لدول العينة للمدة ١٩٨٠-٢٠٠٨

الدول / السنوات	١٩٨٠	١٩٩٠	٢٠٠٠	٢٠٠٨
اليابان	2.0	1.6	1.4	1.0
الصين	4.1	2.5	3.1	1.9
العراق	6.4	7.2	8.7	8.1

Source: - IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (Washington, D.C., various issues)

- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للاحصاء والابحاث، التقارير السنوية والنشرات الفصلية، اعداد مختلفة.

- وزارة التخطيط والتعاون الانمائي، الجهاز المركزي للاحصاء وتكنولوجيا المعلومات، المجموعة الاحصائية، اعداد مختلفة.

من الجدول اعلاه، يلاحظ اتجاه منخفض لفوارق معدل الفائدة في دول العينة، ما عدا العراق، ولو انه اخذ بالانخفاض منذ عام ٢٠٠٨، حيث تقلصت الفوارق في اليابان من 2.0 في ١٩٨٠ الى 1.0 في ٢٠٠٨، وفي الصين من 4.1 الى 1.9، في ان العراق شهد ارتفاع الفوارق من 6.4 الى 8.1 في نفس المدة.

وفي هذه الحالة يسمح للمشتري بتنفيذ الخيار في اي وقت لغاية انتهاء صلاحية الخيار. اما الخيار الاوربي European option فيسمح للمشتري بالتنفيذ عند تاريخ التنفيذ.

<sup>١٣</sup> Lynch, D., and Norton, B., " Asian Financial Markets: Growth and Implications." CMBF Conference Paper, No. 2 (Sydney : Macquarie University, 1992), P.57.

<sup>١٤</sup> North, D., " Institutions, Transactions costs and Economic Growth," Economic Inquiry, Vol.25, No.3, (July 1987), P.59.



وهذا الانخفاض بالفوارق يعود الى ثلاثة عوامل، وهي :

- ١- الانخفاض في متطلبات الاحتياطي (انخفاض المتطلبات يوفر الاموال او السيولة لدى المصارف مما لا يجبرها على توسيع الفوارق بين معدلات الفائدة على الايداع والاقرض).
- ٢- تقليص الفجوة بين المعدلات على الاقرض التفضيلية والقروض العامة (هذا التقلص جعل المصارف غير مضطرة لجعل معدل الفائدة على الاقرض اكبر مما على الايداع لتعويض ما يعطى للقروض التفضيلية).
- ٣- تراكم القروض غير المتحققة او عديمة الاداء Non-performing loans (هي تلك القروض التي لا يستغلها الزبائن، وتبقى في حساباتهم لدى المصارف).

ان الفوارق يمكن تكون منخفضة جدا لدعم ارباح نشاط الصيرفة، وكذلك مرتفعة جدا لتدنية كلف المعاملات. ويعتمد الهامش الامثل على سمات الدول كل منها على حدة.

وقد تنخفض المخاطر على المصارف عن طريق دعم الحكومة للمصارف، كما في حالة الصين، حيث تتحمل الحكومة المخاطرة. وهذا الموقف يجعل المقارنات مابين الدول صعبة.

ان كلف المعاملات في الاسواق المالية تختلف عن المؤسسات الوسيطة المالية، لان الاسواق المالية الكفوءة هي مؤشر افضل للعمق المالي.

وبالاضافة الى ذلك، تظهر فوارق السوق المالية امكانية للمقارنة مابين الدول اكبر من فوارق معدلات الفائدة المصرفية.

ان الكلفة الاجمالية لتنفيذ اي معاملة تتمثل بمجموع العمولات Commissions (الموجودة في الغالب ضمنا في فارق العطاء- العرض او الشراء-البيع bid-offer والاثر السعري للتبادل لاي المعاملة of a transaction price impact).

وعلى الرغم من امكانية مشاهدة او معرفة كلف العمولات بسهولة، فان كلفة الاثر السعري (الفارق بين السعر عند وجود المعاملة والسعر في حالة انعدام التبادل) هي غير ملحوظة، ولكنها كبيرة في الاسواق الصغيرة او غير المتطورة.

والفوارق المحددة من قبل صناع او اطراف السوق هو اشارة على كلفة التبادل، ولكنه ليس مقياس دقيق بالكامل.<sup>١٦</sup> والمقياس الايسر لاستخراج كلف المعاملات هو كما يلي :<sup>١٧</sup>

$$\text{كلفة المعاملات} = \frac{2}{1} \text{ فارق العطاء-العرض} + \text{اثر السعر}$$

ان الاثر السعري هو مرتبط عكسيا مع سيولة السوق. ولذلك، قد يتم الحصول على اشارة معقولة على كلف تبادل السوق عن طريق تحديد كل من فارق العطاء - العرض وسيولة السوق. ان المقارنة بين الفوارق والسيولة مابين دول العينة معطاة في الجداول ٩ و ١٠ ادناه. ان الاسواق الكفوءة يجب ان يكون لها فوارق منخفضة للعطاء - العرض وسيولة مرتفعة.

<sup>١٥</sup> الاثر السعري price impact لاي معاملة هو المقدار الذي يتحرك به سعر ورقة مالية معينة فقط بسبب تنفيذ او ابرام المعاملة. فمثلا، قد يشتري مصرف معين مجموعة من السندات بقيمة ١٠٠ مليون دولار بسعر السوق السائد البالغ ١٠٠. الا ان عليه ان يدفع ١١٠ لشراء مجموعة ثانية بقيمة ١٠٠ مليون دولار. ان المعاملة الاولى حركت سعر السوق (وجود الطلب رفع السعر الى ١١٠). وهكذا، فان السعر الذي تبرم عنده معاملة بقيمة ٢٠٠ مليون دولار ليس سعر السوق الاول البالغ ١٠٠، وانما ذلك السعر مضافا اليه الاثر السعري، او ١٠٥ بالاجمال. وقد تم التوصل الى هذا الرقم بتطبيق المعادلة اعلاه، وكما يلي :

$$\begin{aligned} \text{كلفة المعاملة} &= \frac{2}{1} \text{ فارق البيع والشراء} + \text{اثر السعري} \\ 110 &= \frac{2}{1} (100) + \text{اثر السعري} \\ \text{اثر السعري} &= 110 - 200 = -90 \\ &= 105 \end{aligned}$$

<sup>١٦</sup> يقدم Bralver and Braas ادلة على ان اطراف السوق لايتحكمون دائما بالمقدار الكلي لفارق اسعار البيع والشراء لهم.

<sup>١٧</sup> Bodurtha, S., "Measuring Transactions costs: The Brokers View," in Trading Strategies and Execution costs, by Institute of Chartered Financial Analysts (New York: Institute of Chartered Financial Analysts, 1987), P.89.

جدول (٩) : الفوارق الساندة في الاسواق المالية وعمولات الاسهم في دول عينة البحث في ٢٠٠٧

الدول	السوق النقدية (الفوارق بالنقاط القاعدية)	سوق سندات الحكومة (الفوارق بالنقاط القاعدية)	سوق الصرف الاجنبي (الفوارق %)	سوق السهم (%)
اليابان	٣	١	0.03	0.06
الصين	٣٤	٤٤	1.33	1.04
العراق	٧٤	N	-	3.07

Source: - IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (Washington, D.C.)

- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للاحصاء والابحاث، التقارير السنوية والنشرات الفصلية، اعداد مختلفة.

- وزارة التخطيط والتعاون الانمائي، الجهاز المركزي للاحصاء وتكنولوجيا المعلومات، المجموعة الاحصائية، اعداد مختلفة.

N = عدم توفر اسعار السوق.

= انعدام وجود سوق ضخمة.

النقطة القاعدية basis point هي ١ / ١٠٠ (اي 0.01 %) من النقطة المئوية. فمثلا، اذا حصل تغير معين من ٤ % الى 4.01 %، فهو تغير بنقطة قاعدية واحدة.

يلاحظ من الجدول اعلاه، تمتع اليابان باقل الفوارق، دلالة على تمتعها باسواق كفوءة، تليها الصين والعراق.

جدول (١٠) : ارقام المبيعات السنوية (السيولة) للاسواق المالية في دول العينة في عام ٢٠٠٧ (% GDP)

الدول	السوق النقدية	سوق سندات الحكومة	سوق الصرف الاجنبي	سوق السهم
اليابان	٩٩١	٢١٢	١٧٨٠	٦١
الصين	٢٧	٧	١٣	١٢
العراق	0.4	N	-	0.3

Source: - IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (Washington, D.C.)

- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للاحصاء والابحاث، التقارير السنوية والنشرات الفصلية، اعداد مختلفة.

- وزارة التخطيط والتعاون الانمائي، الجهاز المركزي للاحصاء وتكنولوجيا المعلومات، المجموعة الاحصائية، اعداد مختلفة.

ارقام المبيعات turnover هي مجموع المعاملات في الاسواق المادية (لايتضمن المشتقات) مقاسة كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي (GDP).

يلاحظ من الجدول اعلاه، تمتع اليابان باعلى ارقام مبيعات (سيولة) في السوق المالية، تليها الصين والعراق.

وهناك ارتباط قوي بين ارقام المبيعات ومقدار فارق العطاء- العرض عبر الدول، كما هو متوقع. وهذان العنصران هما مقياس مركب لعمق السوق المالي، بما في ذلك كفاءة انظمة نشر المعلومات، والقوانين الساندة، والعمليات الفنية. ورقم المبيعات هو ايضا مقياس مفيد لمدى توفر تسهيلات ادارة السيولة المقدمة للمؤسسات المالية والشركات المالية. وكما هو متوقع، في اسواق معدل الفائدة، كان لليابان فوارق منخفضة للعطاء- العرض وسيولة مرتفعة، والعكس بالعكس بالنسبة لانظمة مقيدة بشدة، مثل الصين والعراق. وكانت اسواق الديون فيهما هي اساسا اسواق اولية فقط (عدم وجود اسواق ثانوية).

وعمولة الاسهم هي كلفة السمسرة الكفيلة بربط المشتريين بالبايعين. وعلى الرغم من انها كلفة هامة بالنسبة للمعاملات، فهي مختلفة عن الفوارق الصارمة للعطاء- العرض، طالما ان السماسرة لا يواجهون المخاطر السوقية التي يتعرض لها التجار واطراف السوق.

وهكذا، يحدد القانون والمنافسة حجم العمولة الساندة. وعموما، تكون العمولات هي الاقل في الاسواق ذات الرسملة (التمويل) الاكبر، وارقام المبيعات الاعلى، والتي هي الاكثر تقدما من الناحية الفنية. وفي هذا الصدد، يسود في اليابان كلفة منخفضة لتبادل اسهم المحافظ الاستثمارية في اسواق مشتقات الاسهم.

وفوارق سوق الصرف الاجنبي هي الادنى في الانظمة المتحررة ذات الاسواق المحلية المتطورة، انعكاسا للارتباط الوثيق بين هذه الاسواق.

يعد توحيد الاسواق المالية المجزئة في الدول النامية انسب تعريف للعمق المالي فيها. وهو عملية مستمرة لكل من الدول النامية والمتقدمة. وهذا التعريف يتحقق، اساسا، عن طريق وجود مجموعة من الاسعار المتناسقة داخل الاسواق المالية جميعها.

الا ان اختلافات او عدم تناسق الاسعار تكون كبيرة في المراحل الاولية من عملية العمق المالي. والهدف الاول للعمق المالي في اقتصاد يتعرض للكبح المالي (تقييد الائتمان الممنوح) هو تحديد الاسعار المحلية عند مستوى صحيح او دقيق، اي ان اسعار الفائدة الحقيقية على الايداع والاقراض موجبة وبمستوى مرتفع. وهذه هي الالية الافضل، التي يمكن يعزز من خلالها عمق القطاع المالي النمو الاقتصادي في اقتصاد مكبح ماليا. ومن هذا التصور، من الممكن تطوير مجموعة من الاسواق المالية التي تنسق الاسعار المالية تدريجيا، بما في ذلك ايجاد ادوات مالية تتسم بسمات تتمثل بالسيولة الكبيرة وبادارة المخاطر، بما يعزز اسهام القطاع المالي بتحسين اداء الاقتصاد.

ان مجموعة المقاييس المقترحة في هذا البحث تسهل تقدير عمق القطاع المالي في هذا السياق، على نحو اكثر دقة وواقعية، بعكس المقاييس الكمية التقليدية، مما يؤكد صحة فرضية البحث. كما ان هذه المقاييس الكمية قد تكون مضللة، ولا تصلح لتقييم الانظمة المالية او المقارنة بينها، على الرغم من الركون اليها في الدراسات الكمية القياسية.

وكمجموعة، فان المقاييس المعروضة في النقطة (٣) قد تعرض اشارة مناسبة على العمق المالي في مختلف الدول باي وقت. ومن خلالها، من الممكن تعقب العمق المالي من الانظمة المالية الاقل تقدما، مثل العراق، الى الانظمة المتوسطة المستوى، كالصين، الى الانظمة المتقدمة بشدة، مثل اليابان، كما اظهر ذلك تحليل المؤشرات الاخرى، سوى الكمية منها، من خلال تحليل الجداول والاشكال البيانية في البحث.

الملحقاولا

الموجودات المالية يمكن ان تقاس اما بالتركيز على المدخرات المالية او الاقتراض المالي. والجدول ادناه يلخص كلا المدخلين. ابتداءً تُجمع المطلوبات (او الحقوق) النقدية ومطلوبات (حقوق) المؤسسات المالية الوسيطة الاخرى والمبالغ القائمة في سوق الاوراق المالية. والبيانات في الشكل ١ محسوبة باستخدام مدخل المطلوبات.

قياس الموجودات المالية

مدخل المطلوبات

عرض النقد بالمعنى الواسع

مضافا اليه :

- مطلوبات المؤسسات المالية الاخرى

مضافا المبالغ القائمة في :

- السوق النقدية

- سوق سندات الحكومة

- سوق السندات الاخرى

- سوق الاسهم

ناقصا :

- الاموال المتداولة ما بين المصارف

- المطلوبات المصرفية الى المؤسسات

المالية الاخرى

- اصدارات السوق المصرفية

- الاقتراضات ما بين المؤسسات المالية

الاخرى

- الاقتراض المصرفي مع المؤسسات

المالية الاخرى

- اصدارات سوق المؤسسات المالية

الاخرى

- الممتلكات المصرفية من الاوراق المالية

(صاف)

- ممتلكات المؤسسات المالية الاخرى

من الاوراق المالية (صاف)

- المطلوبات المالية لغير المقيمين

مدخل الموجودات

الائتمان المصرفي للقطاع الخاص

مضافا اليه :

- الاقراض من قبل المؤسسات المالية

الاخرى

مضافا المبالغ القائمة في :

- السوق النقدية

- سوق سندات الحكومة

- سوق السندات الاخرى

- سوق الاسهم

ناقصا :

- الاموال المتداولة ما بين المصارف

- المطلوبات المصرفية الى المؤسسات

المالية الاخرى

- الاقراض المصرفي للمؤسسات

المالية الاخرى

- الممتلكات المصرفية من الاوراق المالية

(صاف)

- الاقراض ما بين المؤسسات المالية

الاخرى

- اقراض المؤسسات المالية الاخرى

للمصارف

- ممتلكات المؤسسات المالية الاخرى

من الاوراق المالية (صاف)

- اصدارات السوق المصرفية

من الاوراق المالية

- اصدارات سوق المؤسسات المالية

الاخرى من الاوراق المالية

- الحقوق المالية على غير المقيمين

Source: Bodurtha, S., "Measuring Transactions costs: The Brokers View," in Trading Strategies and Execution costs, by Institute of Chartered Financial Analysts (New York: Institute of Chartered Financial Analysts, 1987), p.14.



للمدة ١٩٨٠-٢٠٠٨

ثانياً -

معدلات الفائدة الاسمية والحقيقية والتضخم السنوية التفصيلية لدول عينة البحث للمدة ١٩٨٠-٢٠٠٨

العراق					الصين					اليابان					السنوات
$\pi_L$	$i_L$	$\pi_D$	R	$i_D$	$\pi_L$	$i_L$	$\pi_D$	R	$i_D$	$\pi_L$	$i_L$	$\pi_D$	R	$i_D$	
3.8	14.0	0.9	2.1	5.0	0.3	5.0	0.4	3.7	5.4	0.1	8.4	-0.3	7.8	5.5	١٩٨٠
0.4	14.0	-0.4	9.4	5.0	0.5	5.0	0.6	3.0	5.4	0.5	7.9	-0.1	4.8	4.4	١٩٨١
0.9	14.0	-0.2	6.7	5.0	0.8	7.2	0.5	3.5	5.8	1.2	7.3	0.3	2.8	3.8	١٩٨٢
1.3	14.5	0.1	5.7	6.5	5.3	7.2	4.2	0.3	5.8	1.8	7.1	0.7	1.9	3.8	١٩٨٣
2.0	14.5	0.5	4.1	6.5	1.2	7.2	0.8	2.8	5.8	1.4	6.8	0.4	2.3	3.5	١٩٨٤
2.5	15.5	0.8	3.7	7.5	0.3	7.9	0.2	5.7	7.2	1.5	6.6	0.5	2.0	3.5	١٩٨٥
2.2	15.5	0.7	4.1	7.5	0.3	7.9	0.2	5.7	7.2	3.1	6.0	0.9	0.7	2.3	١٩٨٦
0.7	15.5	-0.1	8.9	7.5	0.1	7.9	0	7.2	7.2	4.6	5.2	1.5	0.1	1.8	١٩٨٧
1.2	17.0	0.1	7.2	8.0	-0.6	6.0	-0.5	18.7	8.6	2.5	5.0	0.6	0.7	1.8	١٩٨٨
3.4	17.0	1.2	3.1	8.0	-0.4	11.4	-0.4	18.3	11.3	0.8	5.1	-0.1	2.3	2.0	١٩٨٩
2.5	18.0	0.8	4.5	9.0	1.5	9.4	1.3	3.1	8.6	1.0	7.0	0.2	3.0	3.6	١٩٩٠
-0.9	20.0	-0.9	187.0	10.0	1.1	8.6	0.9	3.5	7.6	1.1	7.5	0.2	3.1	4.1	١٩٩١
-0.8	20.0	-0.9	83.7	10.0	0.3	8.6	0.2	6.3	7.6	1.6	6.2	0.6	1.8	3.4	١٩٩٢
-0.9	20.0	-0.9	207.6	10.0	-0.2	11.1	-0.2	14.6	11.1	1.5	4.4	0.4	1.2	2.1	١٩٩٣
-1.1	20.0	-1.1	492.1	10.0	-0.5	11.1	-0.5	24.2	11.1	2.0	4.1	0.6	0.7	1.7	١٩٩٤
-0.9	20.0	-1.1	351.4	10.0	-0.3	12.1	-0.3	16.9	11.1	-5.0	3.4	-2.8	-0.1	1.0	١٩٩٥
-2.3	20.0	-1.7	-15.4	10.0	0.2	10.1	-0.1	8.3	7.5	2.4	2.7	0.2	0.1	0.3	١٩٩٦
-0.1	20.0	-0.5	23.0	10.0	1.5	8.6	0.8	2.8	5.7	0.3	2.5	-0.5	1.7	0.3	١٩٩٧
0.3	20.0	-0.3	14.8	10.0	-5.1	6.4	-3.7	-0.8	3.8	0.9	2.3	-0.2	0.7	0.3	١٩٩٨
0.5	20.0	-0.2	12.6	10.0	-3.9	5.9	-3.4	-1.4	2.3	-3.5	2.2	-1.8	-0.3	0.1	١٩٩٩
2.5	20.0	0.8	5.0	10.0	4.3	5.9	1.5	0.3	2.3	-2.8	2.1	-2.0	-0.7	0.7	٢٠٠٠
0.1	18.0	-0.4	16.4	10.0	3.6	5.9	1.2	0.5	2.3	-2.7	2.1	-1.9	-0.8	0.6	٢٠٠١
-0.3	14.0	-0.6	19.3	7.0	-4.5	5.3	-0.7	-0.8	2.1	-2.6	2.1	-1.7	-0.9	0.4	٢٠٠٢
-0.6	14.0	-0.8	32.6	7.0	1.9	5.3	0.4	1.2	2.1	-3.5	2.0	-2.2	-0.2	0.4	٢٠٠٣
-0.5	12.7	-0.7	27.0	6.5	0.3	5.6	-0.3	3.9	2.3	2.1	2.1	0.8	0	0.8	٢٠٠٤
-0.6	13.9	-0.8	37.0	5.5	1.4	5.6	0.2	1.8	2.3	-3.4	2.1	-2.0	-0.3	0.3	٢٠٠٥
-0.7	15.1	-0.9	53.2	6.0	1.8	6.1	0.4	1.5	2.5	1.6	2.1	0.4	0.2	0.7	٢٠٠٦
-0.3	20.6	-0.7	30.8	10.0	0.5	7.5	-0.1	4.8	4.1	1.8	2.1	0.6	0.1	0.8	٢٠٠٧
4.4	18.8	1.6	2.7	8.8	-0.1	5.3	-0.5	5.9	2.3	0.3	2.0	-0.3	1.4	0.6	٢٠٠٨

.Source: - IMF, International Financial Statistics (IFS), (Washington, D.C.), various issues

- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، التقارير السنوية والتشرات الفصلية، اعداد مختلفة.  
- وزارة التخطيط والتعاون الانماني، الجهاز المركزي للإحصاء وتكنولوجيا المعلومات، المجموعة الإحصائية، اعداد مختلفة.معدل الفائدة على الايداع =  $i_D$ 

معدل التضخم = R

معدل الفائدة الحقيقي على الايداع =  $\pi_D$ معدل الفائدة على الاقراض =  $i_L$ معدل الفائدة الحقيقي على الاقراض =  $\pi_L$





## References

## المصادر

- 1-McKinnon, R, Money and Capital in Economic Development (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1973).
- 2- Shaw, E., Financial Deepening in Economic Development (New York: Oxford University Press, 1973).
- 3- King, R., and Levine, R. "Finance, Entrepreneurship, and growth-Theory and Evidence," Journal of Monetary Economics, Vol. 32, No. 3, Dec. 1993.
- 4- Fry, M., Money, interest, and Banking in Economic Development, 2<sup>nd</sup> ed., (Baltimore, Md.: Johns Hopkins University Press, 1995). -
- 5- Bodurtha, S., Measuring Transactions costs: The Brokers View," in Trading Strategies and Execution costs, by Institute of Chartered Financial Analysts (New York: Institute of Chartered Financial Analysts, 1987).
- 6- Lynch, D., and Norton, B., " Asian Financial Markets: Growth and Implications." CMBF Conference Paper, No. 2 (Sydney: Macquarie University, 1992).
- 7- North, D., "Institutions, Transactions costs and Economic Growth," Economic Inquiry, Vol.25, No.3, (July 1987).
- 8- IMF, International Financial Statistics (IFS), (Washington, D.C.), various issues.
- 9- IMF, International Financial Statistics Yearbook (IFSY), (Washington, D.C.), various issues.
- 10- IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (Washington, D.C., various issues).
- ١١- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، التقارير السنوية والنشرات الفصلية، اعداد مختلفة.
- ١٢- وزارة التخطيط والتعاون الانمائي، الجهاز المركزي للإحصاء وتكنولوجيا المعلومات، المجموعة الاحصائية، اعداد مختلفة.